

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

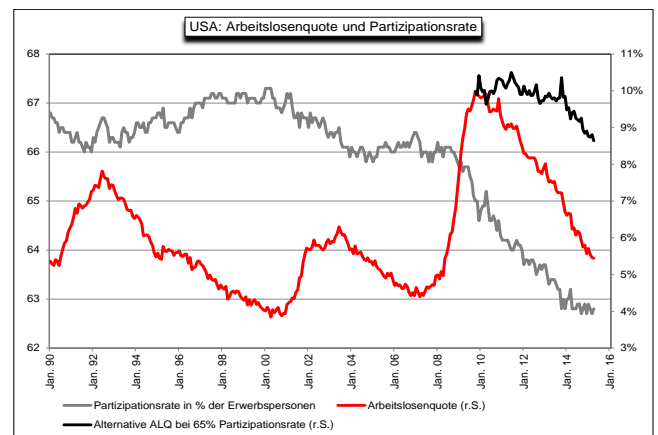
USA: Zinserhöhung rückt langsam näher

Fast neun Jahre ist es mittlerweile her, dass die amerikanische Notenbank das letzte Mal die Zinsen erhöht hat. Am 29. Juni 2006 entschied das Federal Open Market Committee (FOMC) unter seinem damaligen Präsidenten Ben Bernanke den Leitzins von fünf auf 5,25 Prozent zu erhöhen. Zwar hatte die US-Wirtschaft ihren konjunkturellen Höhepunkt zu diesem Zeitpunkt schon überschritten, doch befürchteten die Notenbanker, dass die ohnehin schon erhöhte Inflation (die Gesamtinflationsrate lag damals bei über vier Prozent, die Kerninflation über der Marke von zwei Prozent) aufgrund eines steigenden Ölpreises, einer vergleichsweise hohen Kapazitätsauslastung und eines zunehmenden Lohndrucks weiter ansteigen könnte. Zudem befand sich auch der Arbeitsmarkt in guter Verfassung: Die Arbeitslosenquote betrug nur 4,6 Prozent, und in den Vormonaten wurden von den Unternehmen im Durchschnitt mehr als 200.000 neue Stellen pro Monat geschaffen. Begonnen hatte der Zinserhöhungszyklus genau zwei Jahre zuvor, im Juni 2004. Alan Greenspan war zu diesem Zeitpunkt Fed-Präsident, und unter seiner Leitung entschied das FOMC den Zielsatz für die Fed Funds Rate auf 1,25 Prozent zu erhöhen. In den vorhergehenden vier Jahren hatten das Platzen der Internetblase und die konjunkturellen Auswirkungen der Anschläge vom 11. September 2001 dazu geführt, dass der Leitzins von 6,5 Prozent in zwölf Schritten auf einen Prozent gesenkt wurde.

Seit Dezember 2008 liegt der amerikanische Leitzins zwischen null und 0,25 Prozent. Da der Leitzins danach nicht noch weiter gesenkt werden konnte, hat die Federal Reserve in den vergangenen Jahren insgesamt drei „QE“-Programme beschlossen, um die Geldpolitik noch expansiver zu gestalten. Im Oktober 2014 ist „QE3“ planmäßig beendet worden, und seitdem fragt sich die Finanzwelt, ob und wann die US-Notenbank beginnen wird, die Zinsen zu erhöhen. Vergleicht man die geldpolitischen Rahmenbedingungen aus dem Sommer 2004 mit den heutigen, so gibt es einige Gemeinsamkeiten, aber auch wichtige Unterschiede. Wichtig zu wissen ist, dass die Federal Reserve ein duales Mandat hat: Zum einen hat sie für Preisniveaustabilität zu sorgen (dies wird im Allgemeinen mit einer Inflationsrate von etwa zwei Prozent gleichgesetzt), zum anderen soll ihre Geldpolitik Vollbeschäftigung sichern.

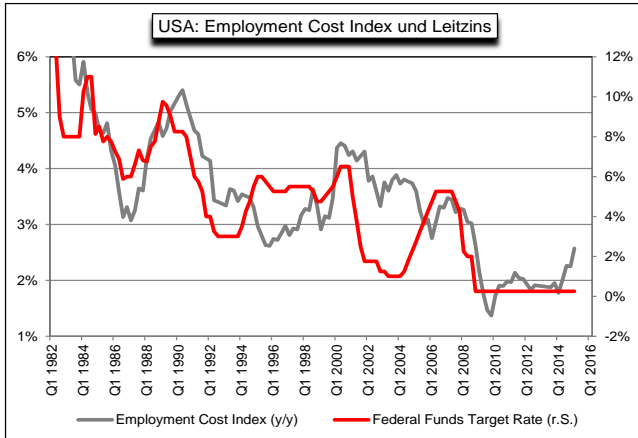
Sechs Jahre nach dem Ende der „Großen Rezession“ hat sich der Arbeitsmarkt in den USA deutlich erholt. Die Arbeitslosenquote, die im Oktober 2009 bei zehn Prozent lag, ist zuletzt auf 5,4 Prozent gesunken. Im Juni 2004 lag diese bei 5,6 Prozent, so dass dies als Argument für eine bald bevorstehende Zinserhöhung gewertet werden könnte. Allerdings ist der Blick allein auf die Arbeitslosenquote irreführend, wenn man beurteilen will, in welcher Verfassung sich der Arbeitsmarkt befindet. Denn im Unterschied zu 2004 ist der diesmalige Rückgang der Arbeitslosenquote zu einem nicht unerheblichen Teil darauf zurückzuführen, dass sich viele US-Amerikaner gar nicht mehr als arbeitslos registrieren lassen. Dies zeigt sich an der deutlich gesunkenen Partizipationsrate, die derzeit bei weniger als 63 Pro-

zent liegt, verglichen mit einem Wert von 65 Prozent im Oktober 2009. Die Partizipationsrate ist das Verhältnis von Erwerbstätigen in Relation zum Erwerbspersonenpotenzial, wobei Letzteres aus den Erwerbstätigen, den Arbeitslosen und der „Stillen Reserve“, also den nicht registrierten Arbeitslosen, besteht. Während die Zahl der Beschäftigten mit mehr als 141 Millionen zuletzt einen neuen Rekordwert erreichte, lag die Arbeitslosenzahl mit gut 8,5 Millionen immer noch um fast zwei Millionen höher als es vor dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise im Sommer 2007 der Fall gewesen ist. Im Unterschied zu damals ist aber zu berücksichtigen, dass die US-Bevölkerung in diesem Zeitraum um gut 20 Millionen und die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter um rund 10 Millionen zugenommen hat. Berücksichtigt man dies und würde man unterstellen, dass die Partizipationsrate bei 65 Prozent läge, würde sich aktuell eine Arbeitslosenquote von 8,6 Prozent errechnen. Umstritten ist allerdings, ob es sich bei dem Rückgang der Partizipationsrate um ein zyklisches oder um ein strukturelles Phänomen handelt. Trotz dieser ungeklärten Frage ist aber festzuhalten, dass die Verbesserung am Arbeitsmarkt dazu führt, dass die Fed der einen Zielgröße ihrer Geldpolitik – Vollbeschäftigung – nähergekommen ist.



Weniger gut sieht es hingegen beim Erreichen des zweiten Ziels der Notenbank aus, der Preisniveaustabilität. Die Konsumentenpreise liegen seit Jahresbeginn 2015 auf dem Niveau des Vorjahres oder sogar leicht darunter. 2004 war der Preisdruck wesentlich höher, die Inflationsrate lag damals bei drei Prozent. Die derzeitige Entwicklung ist vor allem auf die gesunkenen Energiepreise zurückzuführen; aber auch die Kerninflationsrate, die die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklammert, liegt seit geraumer Zeit deutlich unter der Marke von zwei Prozent (aktuell: 1,3 Prozent; Juni 2004: 2,0 Prozent). Nachdem der Ölpreis seit Jahresbeginn wieder kräftig zugelegt hat, ist die Fed zuversichtlich, dass sich die Inflationsrate bald wieder in Richtung der Zweiprozentmarke bewegt. „Bald“ bedeutet unseres Erachtens, dass man sich zumindest bei der Gesamtinflationsrate noch bis gegen Ende des Jahres gedulden muss, bis die Preissteigerungsrate deutlich anzieht, denn erst dann laufen die Basiseffekte aufgrund des Ölpreistrückgangs aus. Bei der Inflationsentwicklung wird die Notenbank aber

auch auf die Lohnentwicklung schauen: Während die Stundenlöhne derzeit nur moderat, d.h. um rund zwei Prozent gegenüber dem Vorjahr ansteigen, ist der „Employment Cost Index“, der auch die Lohnnebenkosten berücksichtigt, zu Beginn des Jahres 2015 kräftig angestiegen. Allerdings ist auch hier festzustellen, dass der derzeitige Wert von 2,6 Prozent immer noch deutlich unter dem vom Juni 2004 mit damals 3,8 Prozent liegt.



Zwingende Gründe für eine Zinserhöhung gibt es unserer Meinung nach derzeit also nicht. Beim Abwägen aller Argumente kommen wir zu dem Ergebnis, dass die Arbeitsmarktentwicklung eine Zinserhöhung nicht wirklich notwendig erscheinen lässt, sie aber auch nicht komplett ausschließt, während von der Preisentwicklung derzeit überhaupt noch kein Druck für eine restriktivere Geldpolitik ausgeht. Dennoch besteht der Eindruck, dass die Federal Reserve noch in diesem Jahr die Zinsen erhöhen möchte. So erklärte Frau Yellen kürzlich: „For this reason, if the economy continues to improve as I expect, I think it will be appropriate at some point this year to take the initial step to raise the federal funds rate target and begin the process of normalizing monetary policy. ... After we begin raising the federal funds rate, I anticipate that the pace of normalization is likely to be gradual.“<sup>1</sup> Nur wenige Tage später ergänzte Fed-Vizepräsident Fisher: „We have done everything we can, within the limits of forecast uncertainty, to prepare market participants for what lies ahead. ... Given this, markets should not be greatly surprised by either the timing or the pace of normalization.“<sup>2</sup>

Diese Aussagen deuten unseres Erachtens darauf hin, dass sich die US-Notenbank weitgehend darauf festgelegt hat, in absehbarer Zeit die Zinsen zu erhöhen. Einen Strich durch diese Rechnung könnten wohl nur Konjunkturdaten machen, die deutlich ungünstiger ausfallen, als man es bislang erwartet. Den schwachen Jahresauftakt – vorläufigen Daten zufolge nahm das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal 2015 nur mit einer auf das Gesamtjahr hochgerechneten Rate von 0,2% zu, wobei die nächste Revision sogar zeigen wird, dass das BIP um rund ein Prozent gesunken sein dürfte – hat man bei der Fed bislang weitge-

hend relativiert und auf Sonderfaktoren, wie das Winterwetter, den Streik der Hafentarbeiter an der Westküste oder auf „statistisches Rauschen“ zurückgeführt. Von daher geht man davon aus, dass die wirtschaftliche Dynamik wieder zunehmen wird und einer Zinserhöhung nicht im Wege stehen sollte. Allerdings ist bislang nicht festzustellen, dass die US-Wirtschaft im zweiten Quartal deutlich besser läuft. Zwar liegt Q2 gerade einmal zur Hälfte hinter uns, doch sieht es bislang nur nach einem Wachstum von rund einem Prozent aus, so dass die US-Wirtschaft im ersten Halbjahr 2015 möglicherweise gar nicht gewachsen ist. Dennoch muss dies nicht unbedingt einer Zinserhöhung im Wege stehen, wie Frau Yellen in der bereits zitierten Rede ausführte: „The Federal Reserve’s objectives of maximum employment and price stability do not, by themselves, ensure a strong pace of economic growth or an improvement in living standards.“

Die Absicht, die Zinsen bald zu erhöhen, ist also unverkennbar. Offen ist allerdings die Antwort auf die Frage, zu welchem Zeitpunkt dies geschehen wird. Es gibt dieses Jahr noch fünf FOMC-Treffen, wobei nur an drei Terminen eine anschließende Pressekonferenz geplant ist: am 16. und 17. Juni, am 16. und 17. September und am 15. und 16. Dezember. Den Juni-Termin halten wir für eine Zinserhöhung für sehr unwahrscheinlich, weil bis dahin kaum genügend Daten vorliegen werden, die die Voraussetzung erfüllen dürften, dass sie auf eine weitere Verbesserung am Arbeitsmarkt und gleichzeitig auf eine höhere Inflationsrate hindeuten. Bis September dürfte sich der Arbeitsmarkt weiter verbessert haben und die Inflationsrate leicht anziehen. Im Dezember dürften beide Kriterien erfüllt sein, d.h. spätestens dann wird der erste Zinsschritt kommen. Es würde uns aber auch nicht wundern, wenn die Fed schon im September die erste Erhöhung beschließen würde.

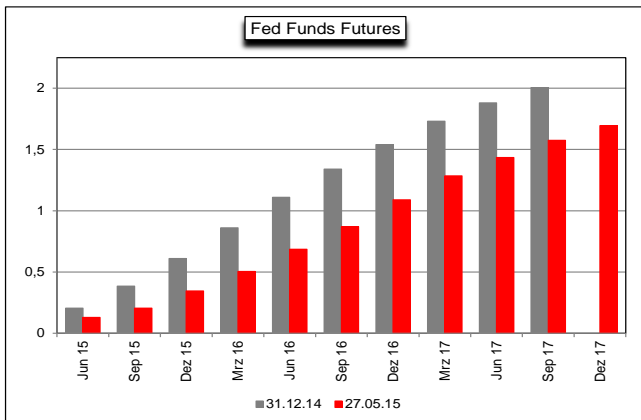
Wie sich aus den Fed Funds Future Kontrakten ablesen lässt, geht eine Mehrheit der Marktteilnehmer ebenfalls davon aus, dass die Fed noch in diesem Jahr die Zinsen erhöhen wird, allerdings erst am Jahresende. Für Dezember 2015 ist eine Fed Funds Rate von 0,35 Prozent eingepreist, für Ende 2016 eine von 1,1 Prozent und für Ende 2017 eine von 1,7 Prozent. Die FOMC-Mitglieder selbst gehen dagegen von stärkeren Zinserhöhungen aus: Bis Ende 2015 zeigt der sogenannte „Dot Plot“, der die Einschätzungen aller Fed-Mitglieder wiedergibt, einen Medianwert von 0,625 Prozent (also plus 50 Basispunkte gegenüber einer derzeitigen Zielrate von 0,125 Prozent), für Ende 2016 liegt er bei 1,875 Prozent und für Ende 2017 bei 3,125 Prozent.

Die derzeit noch deutliche Diskrepanz hinsichtlich der zukünftigen Geldpolitik zwischen den Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer und der US-Notenbank wird sich unseres Erachtens eher in Richtung der Markterwartungen bewegen. Denn das von Frau Yellen ins Spiel gebrachte Szenario einer „graduellen“ geldpolitischen Straffung passt hierzu besser als die Prognosen der FOMC-Mitglieder. Unser eigenes Zinserwartungsprofil sieht folgendermaßen aus: Eine Zinserhöhung von 25 Basispunkten in 2015, drei bis vier Zinserhöhungen in 2016 um jeweils 25 Basispunkte auf eine Fed Funds Rate von 1,25 Prozent und bis zu vier weitere Zinserhöhungen in 2017 auf 2,25 Prozent. 2016

<sup>1</sup> Rede von Janet L. Yellen am 22. Mai 2015 in Providence, Rhode Island, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150522a.htm>

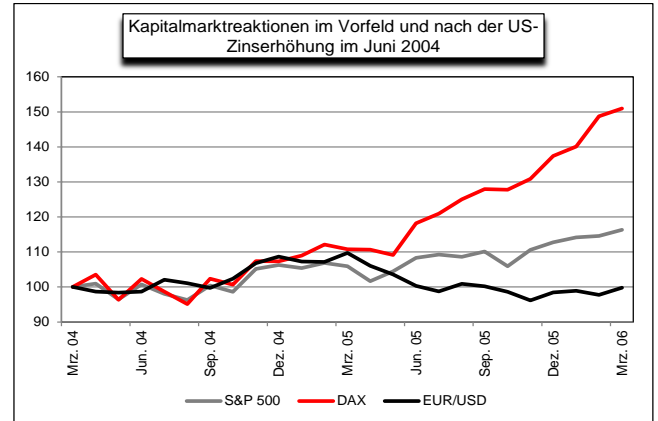
<sup>2</sup> Rede von Stanley Fisher am 26. Mai 2015 in Tel Aviv, Israel, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20150526a.htm>

dürfte es auch deswegen nicht zu stärkeren Zinserhöhungen kommen, weil im November ein neuer US-Präsident oder eine neue Präsidentin gewählt werden wird. Dies bedeutet allerdings nicht, dass die Fed völlig zur Tatenlosigkeit verdammt sein wird. Das zeigen die früheren Präsidentschaftswahljahre. 2004, dem Jahr der Wiederwahl von George W. Bush, kam es zwischen Juni und September zu drei Zinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte. Im Jahr 2000 erhöhte die US-Notenbank die Zinsen in drei Schritten (Februar, März und Mai) um insgesamt 100 Basispunkte. Und auch in den Wahljahren 1988, 1984, 1980 und 1968 wurden die Zinsen von der Notenbank (zumindest temporär) erhöht.

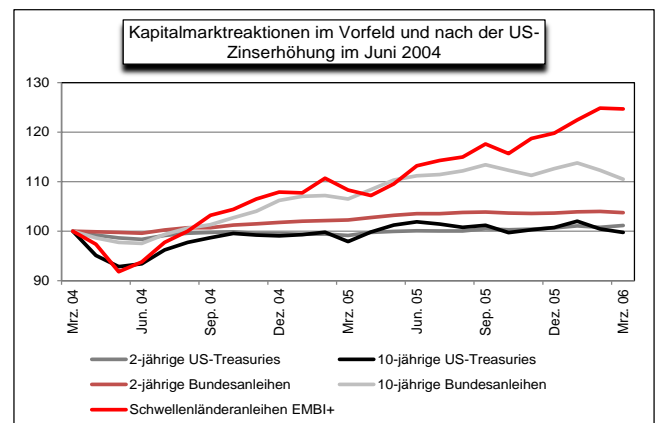


Welche Implikationen ergeben sich aus unserer Prognose der US-Geldpolitik für die Kapitalmärkte? Sollte sich unsere Einschätzung, dass die Fed im September mit einer ersten Zinserhöhung beginnen wird, als richtig erweisen, würde es noch rund vier Monate bis zu diesem Schritt dauern. Von daher haben wir uns zunächst die Reaktionen am Aktien-, am Renten- und am Devisenmarkt im Jahr 2004 angesehen, beginnend vier Monate vor der ersten Zinserhöhung im Juni und dann für die folgenden 24 Monate. Im Vorfeld der Zinserhöhung haben die Aktienmärkte (gemessen am S&P 500 und am DAX) kaum reagiert, nach sechs Monaten war ein leichtes Minus zu verzeichnen (S&P: -4 Prozent, DAX: -4 Prozent) und nach 12 bzw. 24 Monaten ein kräftiges Plus (S&P: +7 bzw. +15 Prozent, DAX: +13 bzw. +42 Prozent). Am Rentenmarkt war die Reaktion in den ersten Monaten dagegen sehr negativ – vor allem in den USA. Je nach Laufzeit belief sich das Minus auf 2 Prozent (2-jährige US-Treasuries), -5 Prozent (5-jährige US-Treasuries), -7 Prozent (10-jährige US-Treasuries) und -9 Prozent (30-jährige US-Treasuries). Auch Bundesanleihen verloren in diesem Zeitraum, allerdings weit weniger stark. Nach zwölf Monaten hatten die längeren Laufzeiten (10 und 30 Jahre) die zwischenzeitlichen Verluste aber wieder aufgeholt und das, obwohl der ersten Zinserhöhung weitere folgten. Kurze und mittlere Laufzeiten blieben hingegen „Non-Performer“. Bei den Bundesanleihen setzte die Erholung früher und deutlich stärker ein, auch hier waren Anleihen mit langen Laufzeiten die Hauptprofiteure. Schwellenländeranleihen – gemessen am EMBI+-Index – gerieten ebenfalls unter Druck, wobei dieser zunächst sehr stark war, aber auch schnell wieder nachließ. Bereits kurz nach dem ersten Zinsschritt der Federal Reserve waren die Kursverluste wieder ausgeglichen, nach 12 Monaten betrug

der Wertzuwachs 10 und nach 24 Monaten 20 Prozent. Der US-Dollar wertete gegenüber dem Euro im Vorfeld der ersten Zinserhöhung leicht auf (von 1,22 auf 1,20 EUR/USD), um dann in den Folgemonaten wieder an Wert zu verlieren.



Für den Zinserhöhungszyklus, den die Fed im Februar 1994 einleitete, kommen unsere Untersuchungen zu ganz ähnlichen Ergebnissen, d.h. es waren am Kapitalmarkt fast dieselben Reaktionsmuster zu erkennen, wie es auch zehn Jahre später der Fall war – mit einer gravierenden Ausnahme: Schwellenländeranleihen entwickelten sich wegen der Krise, die Ende 1994 in Mexiko begann und die sich dann auch auf andere Emerging Markets auswirkte, erheblich negativer und es kam zu Kursverlusten von zwischenzeitlich mehr als 30 Prozent.



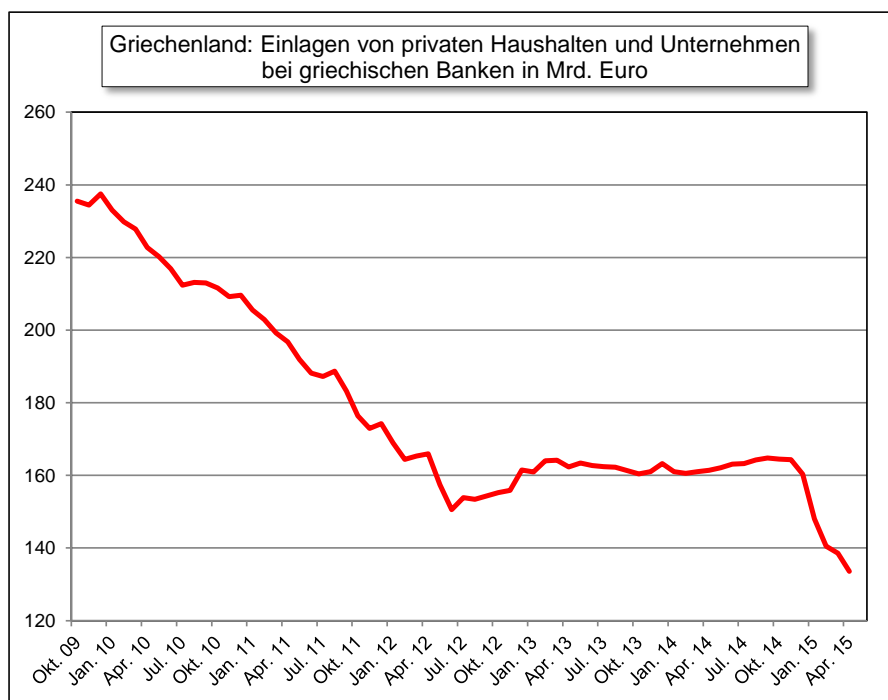
Alles in allem bleiben wir trotz der wahrscheinlichen Zinserhöhung der US-Notenbank somit bei unserer positiven Kapitalmarktseinschätzung: Sowohl die Aktienkurse als auch die (europäischen) Rentenmärkte dürften unseres Erachtens über weiteres Aufwärtspotenzial verfügen. Allerdings muss man sich als Anleger darauf einstellen, dass es im Vorfeld der ersten Zinserhöhung an den Kapitalmärkten zu stärkeren Schwankungen kommen dürfte. Ungemach an den Aktienmärkten droht aber normalerweise erst dann, wenn die Notenbanken den (Zins-) Bogen überspannen, weil es dann zu einer durch die restriktive Geldpolitik ausgelösten Rezession kommt. Die ersten Zinserhöhungen sind so gesehen noch unproblematisch. Allerdings muss man sich darauf einstellen, dass zukünftig vermutlich niedrigere Notenbankzinsen als in der Vergangenheit den konjunkturellen Aufschwung beenden werden.

Wochenausblick für die Zeit vom 1. bis 5. Juni 2015

|  | Jan   | Feb   | Mrz   | Apr   | Mai  | Jun | Veröffentlichung |
|--|-------|-------|-------|-------|------|-----|------------------|
| D: vorl. Inflationsrate, m/m           | -1,0% | 0,9%  | 0,5%  | 0,0%  | 0,3% |     | 1. Juni          |
| D: vorl. Inflationsrate, y/y           | -0,3% | 0,1%  | 0,3%  | 0,5%  | 0,9% |     | 1. Juni          |
| D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.    | 50,9  | 51,1  | 52,8  | 52,1  | 51,4 |     | 1. Juni          |
| D: Veränderung Arbeitslose in Tsd, sa. | -9    | -19   | -14   | -8    | -10  |     | 2. Juni          |
| D: Arbeitslosenquote, sa.              | 6,5   | 6,5   | 6,4   | 6,4   | 6,4  |     | 2. Juni          |
| D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.    | 54,0  | 54,7  | 55,4  | 54,0  | 52,9 |     | 3. Juni          |
| D: Auftragseingänge, m/m               | -2,7% | -0,9% | 0,9%  | 0,6%  |      |     | 5. Juni          |
| D: Auftragseingänge, y/y               | -0,3% | -1,2% | 1,9%  | -0,4% |      |     | 5. Juni          |
| E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew. | 51,0  | 51,1  | 52,2  | 52,2  | 52,3 |     | 1. Juni          |
| E-19: vorl. Inflationsrate, y/y        | -0,6% | -0,3% | -0,1% | 0,0%  | 0,4% |     | 2. Juni          |
| E-19: Produzentenpreise, m/m           | -1,1% | 0,6%  | 0,2%  | 0,2%  |      |     | 2. Juni          |
| E-19: Produzentenpreise, y/y           | -3,5% | -2,8% | -2,3% | -1,9% |      |     | 2. Juni          |
| E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist. | 52,7  | 53,7  | 54,2  | 54,1  | 53,3 |     | 3. Juni          |

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Griechen ziehen Einlagen bei Banken ab



Während Griechenland und die Institutionen (ehemals: Troika) weiter um eine Lösung im Schuldenstreit ringen, spitzt sich die Situation bei den griechischen Banken weiter zu. Bereits seit dem 11. Februar können griechische Staatsanleihen nicht mehr bei der Europäischen Zentralbank als Sicherheit hinterlegt werden, so dass die griechischen Geschäftsbanken auf Notkredite ihrer Zentralbank angewiesen sind. Diese sind jedoch teurer als die reguläre Finanzierung über die EZB, was die Gewinne der Institute belastet. Zudem lag der Anteil an notleidenden Krediten in Griechenland bereits im dritten Quartal 2014 bei rund 34% aller Kredite, neuere Zahlen zeigen, dass sich die Situation zuletzt nicht verbessert hat. Und vor dem Hintergrund der Diskussion um einen Austritt Griechenlands aus der Eurozone und der möglichen Einführung

von Kapitalverkehrskontrollen gehen immer mehr Griechen auf Nummer sicher und ziehen ihre Einlagen bei den heimischen Banken ab: Allein im April wurden Agenturberichten zufolge 5 Milliarden Euro von Konten abgehoben, in den drei Monaten zuvor sind unseren Berechnungen nach 21,7 Milliarden Euro abgeflossen. Wie unser Chart der Woche zeigt, ist dieser Negativ-Trend bei den Einlagen nicht neu, er hat sich aber seit der Wahl der neuen Regierung in Athen massiv verstärkt. Sollten sich Griechenland und die Institutionen auf weitere Hilfszahlungen einigen, dann müsste ein mittelfristig sinnvoller Plan unseres Erachtens auch die Rekapitalisierung des Bankensektors umfassen, die die Kosten der Rettungsaktion nochmals in die Höhe treiben wird.

## Finanzmärkte im Überblick

|                                | Stand      | Veränderung zum |            |            |            |
|--------------------------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|
|                                | 28.05.2015 | 21.05.2015      | 27.04.2015 | 27.02.2015 | 31.12.2014 |
|                                | 17:48      | -1 Woche        | -1 Monat   | -3 Monate  | YTD        |
| <b>Aktienmärkte</b>            |            |                 |            |            |            |
| Dow Jones                      | 18095      | -1,0%           | 0,3%       | -0,2%      | 1,5%       |
| S&P 500                        | 2119       | -0,6%           | 0,5%       | 0,7%       | 2,9%       |
| Nasdaq                         | 5107       | 0,3%            | 0,9%       | 2,9%       | 7,8%       |
| DAX                            | 11678      | -1,6%           | -3,0%      | 2,4%       | 19,1%      |
| MDAX                           | 20833      | -0,7%           | -2,3%      | 3,7%       | 23,0%      |
| TecDAX                         | 1721       | -0,9%           | 2,6%       | 8,8%       | 25,5%      |
| EuroStoxx 50                   | 3648       | -1,1%           | -3,3%      | 1,4%       | 15,9%      |
| Stoxx 50                       | 3505       | -0,4%           | -2,1%      | 3,1%       | 16,7%      |
| SMI (Swiss Market Index)       | 9394       | 0,3%            | 0,5%       | 4,2%       | 4,6%       |
| Nikkei 225                     | 20551      | 1,7%            | 2,8%       | 9,3%       | 17,8%      |
| Brasilien BOVESPA              | 53618      | -2,7%           | -3,5%      | 3,9%       | 7,2%       |
| Russland RTS                   | 994        | -5,1%           | -2,8%      | 10,9%      | 25,7%      |
| Indien BSE 30                  | 27507      | -1,1%           | 1,2%       | -5,9%      | 0,0%       |
| China Shanghai Composite       | 4620       | 2,0%            | 2,1%       | 39,6%      | 42,8%      |
| MSCI Welt (in €)               | 1791       | 0,9%            | -1,4%      | 4,1%       | 16,6%      |
| MSCI Emerging Markets (in €)   | 1009       | -0,3%           | -6,1%      | 4,9%       | 17,4%      |
| <b>Zinsen und Rentenmärkte</b> |            |                 |            |            |            |
| Bund-Future                    | 154,95     | 135             | -424       | -451       | -92        |
| Bobl-Future                    | 128,76     | 24              | -70        | -242       | -152       |
| Schatz-Future                  | 111,19     | 0               | -8         | -13        | 9          |
| 3 Monats Euribor               | -0,01      | 0               | -1         | -5         | -9         |
| 3M Euribor Future, Dez 2015    | 0,00       | 0               | 1          | 0          | 0          |
| 3 Monats \$ Libor              | 0,28       | 0               | 0          | 2          | 3          |
| Fed Funds Future, Dez 2015     | 0,34       | 2               | 2          | -14        | 0          |
| 10-jährige US Treasuries       | 2,15       | -4              | 22         | 14         | -3         |
| 10-jährige Bunds               | 0,53       | -10             | 37         | 21         | -1         |
| 10-jährige JGB                 | 0,40       | -1              | 9          | 6          | 7          |
| US Treas 10Y Performance       | 563,87     | 0,5%            | -1,7%      | -0,7%      | 1,1%       |
| Bund 10Y Performance           | 579,64     | 0,9%            | -3,5%      | -2,0%      | 0,4%       |
| REX Performance Index          | 471,73     | 0,7%            | -0,9%      | -0,4%      | 0,0%       |
| Hypothekenzinsen USA           | 3,84       | 0               | 19         | 4          | 1          |
| IBOXX AA, €                    | 1,04       | -3              | 26         | 32         | 14         |
| IBOXX BBB, €                   | 1,70       | -3              | 27         | 30         | -9         |
| ML US High Yield               | 6,43       | -1              | 8          | 7          | -52        |
| JPM EMBI+, Index               | 713        | -0,4%           | -1,2%      | 1,7%       | 3,0%       |
| Wandelanleihen Exane 25        | 6968       | 0,0%            | -1,1%      | 1,1%       | 7,9%       |
| <b>Rohstoffmärkte</b>          |            |                 |            |            |            |
| CRB Index                      | 420,23     | -3,1%           | -1,1%      | -3,2%      | -6,1%      |
| MG Base Metal Index            | 289,28     | -2,3%           | -2,6%      | -0,1%      | -4,8%      |
| Rohöl Brent                    | 60,32      | -6,6%           | -6,9%      | -1,3%      | 5,2%       |
| Gold                           | 1188,35    | -1,5%           | -1,1%      | -2,3%      | 0,2%       |
| Silber                         | 16,70      | -2,6%           | 1,7%       | 0,4%       | 6,0%       |
| Aluminium                      | 1699,00    | -2,0%           | -8,0%      | -5,7%      | -6,9%      |
| Kupfer                         | 6079,50    | -2,7%           | 0,2%       | 2,6%       | -4,5%      |
| Eisenerz                       | 62,00      | 4,2%            | 6,0%       | -3,9%      | -13,9%     |
| Frachtraten Baltic Dry Index   | 587        | -0,8%           | -2,2%      | 8,7%       | -24,9%     |
| <b>Devisenmärkte</b>           |            |                 |            |            |            |
| EUR/ USD                       | 1,0910     | -2,0%           | 0,8%       | -2,9%      | -10,1%     |
| EUR/ GBP                       | 0,7135     | 0,5%            | -0,3%      | -1,7%      | -8,1%      |
| EUR/ JPY                       | 135,52     | 0,5%            | 4,9%       | 1,1%       | -6,7%      |
| EUR/ CHF                       | 1,0313     | -0,8%           | -0,5%      | -3,0%      | -14,2%     |
| USD/ JPY                       | 123,67     | 2,2%            | 3,9%       | 3,5%       | 3,3%       |

|                           |                  |                            |
|---------------------------|------------------|----------------------------|
| Carsten Klude             | +49 40 3282-2572 | cklude@mmwarburg.com       |
| Dr. Christian Jaspermeite | +49 40 3282-2439 | cjaspermeite@mmwarburg.com |
| Matthias Thiel            | +49 40 3282-2401 | mthiel@mmwarburg.com       |
| Martin Hasse              | +49 40 3282-2411 | mhasse@mmwarburg.com       |
| Dr. Rebekka Haller        | +49 40 3282-2452 | rhaller@mmwarburg.com      |

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.